Zeitschrift des Max-Planck-Instituts für europäische Rechtsgeschichte
Journal of the Max Planck Institute for European Legal History

Rechts Rg geschichte

Rechtsgeschichte
Legal History

www.rg.mpg.de

http://www.rg-rechtsgeschichte.de/rg28
Zitiervorschlag: Rechtsgeschichte – Legal History Rg 28 (2020)
http://dx.doi.org/10.12946/rg28/164-181

Rg 28 2020 164 – 181

Alexander Engel*
Johannes W. Flume**

Bullen, Bären – und Lämmer? Auseinandersetzungen um die Börsenfreiheit und die Terminspekulation des »unberufenen Publikums« im 19. Jahrhundert

[Bulls, Bears – and Lambs? Arguments about Amateur Speculation and Public Access to 19th-century German Exchanges]

* Universität Basel, alexander.engel@unibas.ch
** Johannes Kepler Universität Linz, johannes.flume@jku.at

Dieser Beitrag steht unter einer Creative Commons Attribution 4.0 International License

Recherche research

Tamar Herzog	18	Germanic or Roman? Western European Narratives of Legal Origins
Christoph H. F. Meyer	31	Römisches und kanonisches Recht kurz und bündig. Zur Epitomierung lateinischer Rechtstexte zwischen Spätantike und Moderne
Thomas Pierson	68	From Late Medieval City Employees to Early Modern Civil Servants. Employment Relationships as Reflected in the Frankfurt Contract Documents
Martin P. Schennach	95	»There is no other European state whose constitution consists of so many anomalies.« The Austrian Doctrine of Public Law in the Second Half of the 18th Century
Klaus Günther	120	Demokratische Transformationen des Strafrechts der Moderne?

Fokus focus

Finanzmärkte, Spekulation und Regulierung

Carsten Fischer, Andreas Thier	134	»Computing all their cost and trouble« – Finanzmärkte, Spekulation und Regulierung seit der Frühen Neuzeit: Diskurse, Narrative, Strategien. Eine Einleitung
Michael North, Andreas Thier	142	Grenzen der Regelungsmacht von Recht und hoheitlicher Herrschaft: Geld- und Bankenkrisen vom Spätmittelalter bis zur Einführung des Goldstandards
Christian Kullick	151	»Lotteriefieber« und legislative Reaktionen: Die Reichsstadt Frankfurt in den 1770er und 1780er Jahren
Alexander Engel, Johannes W. Flume	164	Bullen, Bären – und Lämmer? Auseinandersetzungen um die Börsenfreiheit und die Terminspekulation des »unberufenen Publikums« im 19. Jahrhundert
Dieter Ziegler	183	Die Peelsche Bankakte und die Stabilität der Finanzmärkte in England, 1844–1890
Louis Pahlow	199	Bankenregulierung im Zeichen ordnungspolitischer Divergenz: Das Deutsche Kaiserreich und die Formierung der Finanzmärkte im späten 19. Jahrhundert
Peter Collin	215	Selbstregulierung des Wettbewerbs. Konkurrenz und Kooperation von Sparkassen, Banken und Kreditgenossenschaften im frühen 20. Jahrhundert
Jurij Murašov	232	Jenseits der Erzählbarkeit. Die Finanzwirtschaft in der Literatur der 2000er Jahre (Don DeLillo, Elfriede Jelinek, Vladimir Sorokin)

Fokus focus

Knut Wolfgang Nörr (1935–2018)

Jan Schröder 246 Im Gedenken an Knut Wolfgang Nörr: Einleitung

Wolfgang Ernst 249 Knut Wolfgang Nörr in der Historiographie des Prozessrechts

Bertram Schefold 257 Knut Wolfgang Nörr und die Geschichte des Wirtschaftsrechts in ökonomischer Perspektive

Jan Thiessen 265 Die Republik der Wirtschaft 3.0

Kritik critique

Marina Martin 280 A Springboard to Revolutionize the Future

Frederick Cooper, Citizenship, Inequality and Difference

Lorena Atzeri 282 Il mondo del diritto in Tacito

Jens Petersen, Recht bei Tacitus

Caspar Ehlers 284 Von Knochen und Recht

Mathieu Vivas (Hg.), (Re)lecture archéologique de la justice

Simon Groth 286 War and Peace

Christoph Haack, Die Krieger der Karolinger

Amalia D. Kessler 289 Reexamining the Parlement of Paris and the French *État de droit*

Françoise Hildesheimer, Monique Morgat-Bonnet, Le Parlement de Paris

Sabine Dabringhaus 291 Asiatische Weltordnungen seit Genghis Khan: Eine Verflechtungsgeschichte

Timothy Brook et al. (Hg.), Sacred Mandates. Asian International Relations

Thomas Duve 293 *Iberian Worlds*: imperial, vergleichend, global

Fernando Bouza et al. (Hg.), The Iberian World: 1450–1820

Ângela Barreto Xavier et al. (Hg.), Monarquias Ibéricas em Perspectiva Comparada

Bartolomé Yun-Casalilla, Iberian World Empires and the Globalization of Europe

Luisa Stella de Oliveira Coutinho Silva 296 Conectando Impérios das »Ásias« às »Américas«

Sanjay Subrahmanyam, Empires Between Islam and Christianity

Tilman Repgen 299 A Step towards a Theory of Human Rights

Danaë Simmermacher, Eigentum als ein subjektives Recht bei Luis de Molina

Manuel Bastias Saavedra 301 The Many Histories of World Society

Giuseppe Marcocci, Indios, chinos, falsarios

Kritik critique

Albrecht Cordes	303	Die Organisationsrevolution von 1600/1602
		Ron Harris, Going the Distance. Eurasian Trade and the Rise of the Business Corporation
Juelma de Matos Ñgala	307	Julgamento em escala Atlântica
		Charlotte de Castelnau-L'Estoile, Páscoa et ses deux maris
Max Deardorff	309	Further from Mecca: Morisco Emigration to the Spanish Americas
		María Magdalena Martínez Almira, Musulmanes en Indias
Giovanni Pizzorusso	311	Ordini militari nell'Impero portoghese: una revisione
		Fernanda Olival, The Military Orders and the Portuguese Expansion
Gilberto Guerra Pedrosa	313	Expedición a Valdivia
		Mark Meuwese, To the Shores of Chile
Caspar Ehlers	315	Von der Signifikanz des Graffito
		Gary Watt (Hg.), A Cultural History of Law
Bruno Lima	319	Multinormatividade da Escravidão
		Edward Rugemer, Slave Law and the Politics of Resistance
Elena Borodina, Alice Plate	321	Staatsorgan oder flexible Einsatztruppe?
		Dmitrii Serov, Aleksandr Fedorov, Sledovateli Petra Velikogo [Die Ermittler Peters des Großen]
Carlos Sánchez-Raygada	324	Confraternities' Constitutions and *Patronato Real* in 18th-century Lima
		Emilio Luis Arizmendi Echecopar, Las cofradías en la Lima del siglo XVIII
George Rodrigo Bandeira Galindo	325	El muy largo siglo XIX del derecho internacional
		Inge van Hulle et al. (eds.), International Law in the Long Nineteenth Century
Michael Stolleis	327	Juristische Zeitgeschichte im hexagonalen Blick
		Frédérik Audren et al. (Hg.), Histoires contemporaines du droit

Kritik critique

Harm Klueting	329	L'*Aufklärung* catholique – possible et nécessaire
		Hubert Wolf, Verdammtes Licht
Timothy L. Schroer	332	The Modern Chinese State's Fight against Smuggling
		Philip Thai, China's War on Smuggling
Michael Stolleis	334	Zu Recht vergessen?
		Nikolaus Marsch et al. (Hg.), Apokryphe Schriften
Fupeng Li	336	Multilocality in Global Context: Transforming Modern beyond Borders in East Asia
		Nianshen Song, Making Borders in Modern East Asia
Thomas Duve	338	Vom Nutzen der Geschichte für das Recht
		Thomas Gutmann et al. (Hg.), Genesis und Geltung
Yanna Yannakakis	342	The Making of Mexico's Indigenous Other
		Paula López Caballero et al. (eds.), Beyond Alterity: Destabilizing the Indigenous Other
Reinhard Zimmermann	344	Ein Hamburger Potpourri
		Tilman Repgen et al. (Hg.), 100 Jahre Rechtswissenschaft an der Universität Hamburg
Winner Ijeoma	351	A New Epoch for African Courts
		Ellen Feingold, Colonial Justice and Decolonization
Leonard Wolckenhaar	353	Die knarrende Stimme des Korporatismus
		Jonas Hagedorn, Oswald von Nell-Breuning SJ
Thomas Clausen	356	Who Was Ludwig Frege?
		Johanna Rakebrand, Der Rechtsmensch Ludwig Frege
Philippe Lagassé	358	Crowned Encyclopedia
		Anne Twomey, The Veiled Sceptre. Reserve Powers of Heads of State in Westminster Systems
Jan Julia Zurné	360	Norwegian Judges during the Second World War and Their Shortcomings
		Hans Petter Graver, Der Krieg der Richter
Ino Augsberg	362	Staatsgeschichten
		Gabriele Metzler, Der Staat der Historiker

Kritik critique

Anselm Küsters 365 Writing the History of the FAZ: Rise and Fall of an Ordoliberal Leitmotif

Maximilian Kutzner, Marktwirtschaft schreiben

Vera Fritz 367 Connaître le passé pour construire le futur

Giuliano Amato et al. (coords.), The History of the European Union

Nina Keller-Kemmerer 369 Der Geist von Bandung

Luis Eslava et al. (Hg.), Bandung, Global History, and International Law

Jasper Kunstreich 371 Umschreibung und Einschreibung – wie Privatrecht Kapital kodiert

Katharina Pistor, The Code of Capital

Marginalien marginalia

Juliane Voß-Wiegand 376 Historische Geldzeichen in der Numismatischen Sammlung der Deutschen Bundesbank

Abbildungen 381 illustrations

Abstracts 383 abstracts

Autoren 391 contributors

Abstract

In late 19th-century Europe, stock and commodity exchanges became a more important part of the economy than ever before. Most buying and selling at the exchanges was carried out in the form of futures trading, meaning that possession of shares or goods were no precondition for transactions (as in cash purchases). This greatly facilitated speculation: one could take greater risks with much less capital. At the same time, a lack of specific abilities and knowledge of the complex workings of futures markets could lead to huge personal losses for participants and a destabilisation of the market. Hence it became extensively debated, especially among German jurists and economists, whether the admission to the exchanges and participation in speculation should be constricted to specific (professional) circles, excluding the »unbidden public«. The debates culminated in the exchange reform movement of the 1890s, which led to the German bourse law of 1896. The article discusses these discourses, their context, results, policy implications and (long-term) effects.

Keywords: exchange reform, futures trading, speculation, market access

Alexander Engel, Johannes W. Flume

Bullen, Bären – und Lämmer? Auseinandersetzungen um die Börsenfreiheit und die Terminspekulation des »unberufenen Publikums« im 19. Jahrhundert

I. Einleitung

Das 19. Jahrhundert war von der Entstehung einer Vielzahl für unsere Wirtschaftsordnung bedeutsamer Institutionen geprägt, darunter die modernen Wertpapier- und Warenbörsen.[1] Für den Nationalökonomen Richard Ehrenberg bildeten sie, wie er 1899 im Handwörterbuch der Staatswissenschaften ausführte, das »Herz des modernen Verkehrslebens«.[2] An diesen Knotenpunkten verdichtete und intensivierte sich der Warenhandel bzw. die Finanzierung von Unternehmen und Staaten. Börsenkurse und börslich ermittelte Preise erlangten Orientierungsfunktion für weite Teile der Volkswirtschaft. Ihre herausragende Bedeutung verdankten die börslichen Märkte nicht zuletzt ihren besonders abstrakten und effektiven Handelstechniken, namentlich der – im folgenden Abschnitt noch näher zu erläuternden – Praktik des Börsenterminhandels.

Für weite Teile der Öffentlichkeit aber schien klar, dass solche Handelstechniken – und die Einrichtung der Börse überhaupt – vor allem einem Ziel dienlich waren: der Spekulation, die als ein moralisch fragwürdiges Börsenspiel begriffen wurde, in dem auf unverdient-zufällige oder gar in unlauterer Weise erzwungene Gewinne geschielt wurde. Die klassische Börsenmetaphorik etwa kennt seit dem frühen 18. Jahrhundert zwei Rollen für die Akteure auf dem Börsenparkett, die beide von Spekulanten ausgefüllt werden: Da sind zum einen die von steigenden Preisen ausgehenden bzw. sie erzwingenden Bullen, und zum anderen die umgekehrt auf fallende Preise kaprizierten Bären.[3] Als der Karikaturist William Allen Rogers im Jahr 1908 das Geschehen an der New Yorker Aktienbörse als ein sich ständig sinnlos im Kreise drehendes Börsenspiel charakterisieren wollte, griff er entsprechend auf das Bild eines Ringelreihen von Bullen und (etwas wolfsähnlich geratenen) Bären auf der Wall Street zurück. Darüber hinaus integrierte Rogers eine dritte Gruppe Tiere: Lämmer, die sich ahnungs- und arglos in den Tanz einreihen.

Die treibende Spannung der »Great activity in Wall Street« entsteht hier also nicht aus der Frontstellung von Hausse- und Baissespekulanten, sondern aus dem Gegenüber von mächtigen und skrupellosen Akteuren, großen professionellen Spekulanten, und ihren potentiellen, naiven Opfern – den kleinen Investoren des Börsenpublikums. Die Gegenüberstellung von professioneller Spekulation und Publikumsspekulation war insbesondere auch in deutschen Börsendiskursen im letzten Drittel des 19. Jahrhunderts eine häufige Perspektive.

Der Grund für diese Aufmerksamkeit liegt darin, dass gegen Ende des 19. Jahrhunderts auf dem Kontinent ein dichtes Netz von Börsen entstanden war, und auch ein in den technischen Abläufen immer elaborierteres System des Terminhandels aufgebaut wurde.

Dies öffnete die Börsenspekulation theoretisch für größere Bevölkerungskreise als zuvor. Es konnten mit weitaus weniger Kapitaleinsatz größere Risiken eingegangen werden, da gerade der Besitz der Waren bzw. der Wertpapiere keine Voraussetzung war, wie etwa beim recht trivialen Handkauf

1 Zur Entstehung des Börsenwesens vgl. Braudel (1986) 97 ff.; Pohl (Hg.) (1992); Smith (2004); Cassis (2007). Zur Situation in Deutschland im späten 19. Jahrhundert einführend Borchardt (1999) 3–24. Ausführlich zur Entstehung der Börsen sowie der Börsentermingeschäfte seit dem 16. Jahrhundert: Flume (2019).

2 Ehrenberg (1899).

3 Spätestens in den 1720er Jahren war diese Metaphorik im englischen Sprachraum etabliert. Siehe z. B. den Bostoner The New-England Courant, no. 197, 3.–10. Mai 1725, 1: »Even stockjobbing ceased, and the Bulls and Bears of the [Exchange] Alley were fled«.

Abb. 1: W. A. Rogers, »Great activity in Wall Street«, New York Herald, 19. März 1908
(Library of Congress, https://www.loc.gov/item/2010717683/)

(Austausch Ware gegen Geld). Andererseits war die Funktionsweise des Terminhandels gerade in seinen weit entwickelten Formen schwer zu verstehen, erforderte (technisches) Spezialwissen und spezifisches Können. Unbedachte Handlungen am Markt konnten schnell zu großen persönlichen Verlusten, aber auch zu Störungen und Krisen am Markt selbst führen, was angesichts der gestiegenen volkswirtschaftlichen Bedeutung der Börsen besonders problematisch war.

Für die Zeitgenossen stellte sich daher die Frage, ob – sofern man die Einrichtung der Börsen als solche nicht gänzlich ablehnte – gemäß dem Prinzip der Börsenfreiheit der Zugang zur Börse jedermann offenstehen sollte, oder ob eine Begrenzung auf spezifische Personenkreise erforderlich war. Die Frage der Teilnahme des »unberufenen Publikums«[4] an Börsengeschäften und besonders an der Börsenspekulation wurde gerade in juristischen und nationalökonomischen Kreisen im Deutschland des späten 19. Jahrhunderts ausführlich diskutiert. Die Debatten kulminierten in den Börsenreformbestrebungen der 1890er Jahre.

Der folgende Beitrag analysiert diese fachlichen Auseinandersetzungen. Inwiefern wurde ein Konsens gefunden, und inwieweit wurde er – etwa im Zuge des Börsengesetzes von 1896 – in die Praxis umgesetzt? Welche kurz- und langfristigen Wirkungen ergaben sich hieraus? In einem ersten Abschnitt werden die Technik des Börsenterminhandels näher erläutert und die Ausgangssituation bezüglich des Börsenzugangs vor den Reformen der 1890er Jahre vorgestellt. Ein zweiter Abschnitt widmet sich den nationalökonomischen Überlegungen zur Natur der Börsenspekulation und der Frage der Publikumsbeteiligung. Dies leitet dann in einen dritten Abschnitt zur Entwicklung der juristischen Diskussion im Kontext der Börsen-

4 Cohn (1895a) 35.

reform und ihren legistischen Niederschlag über. Abschließend wird diskutiert, wie wirkmächtig diese Entwicklungen gewesen sind.

II. Börsenterminhandel und Börsenzugang im 19. Jahrhundert

Kenntnisse der komplexen Vorgänge an den Terminbörsen waren und sind Spezialwissen. Gleichwohl finden sich eine Reihe von anschaulichen zeitgenössischen Beschreibungen u. a. in dem 1885 erschienenen, von Carl Samuel Grünhut verfassten Handbucheintrag zu den Börsengeschäften, in der 1891 veröffentlichten, bekannten Einführung in die Technik des Terminhandels von Carl Fuchs, in einem anonymen Text, der 1893 in der »Hamburgischen Börsen-Halle« erschien, oder im 1896 publizierten zweiten Teil von Max Webers Einführung in das Börsenwesen, die er für die Göttinger Arbeiterbibliothek von Friedrich Naumann verfasste.[5]

1. *Differenzgeschäfte?*

Vereinfacht gesagt werden im Terminhandel Waren oder Wertpapiere nicht zu unmittelbarer Lieferung ge- und verkauft, sondern zur Lieferung auf einen zukünftigen Termin. »Die bei weitem grösste Zahl solcher an der Börse abgeschlossener Termingeschäfte«, so formulierte 1894 Edmund Brückner, »lösen sich jedoch nicht dadurch auf, daß die gehandelte Waare wirklich geliefert und die Kaufsumme voll gezahlt wird; sondern in den meisten Fällen findet die Lösung lediglich statt durch Bezahlung der Kursdifferenz zwischen dem Kontraktpreis und dem Marktpreis am Tage der Erfüllung. Hier spricht man ganz allgemein von *Differenzgeschäft*«.[6]

Was wird aber mit dem zeitgenössischen Begriff des Differenzgeschäfts umschrieben? Handelt es sich um einen eigenen Vertragstypus, wurden also an der Börse tatsächlich Differenzgeschäfte von den Parteien auf dem Parkett abgeschlossen, oder handelt es sich lediglich um eine Beschreibung des wirtschaftlichen Vorgangs an der Börse, dass nämlich unterschiedliche Engagements miteinander verrechnet werden? Geht es also nicht um die Bezeichnung für einen Vertragstypus, einen besonderen Aktstypus der Börse, sondern um eine besondere Verrechnungstechnik? Die Frage, welche Rechtsnatur den Börsentermingeschäften zukam, stand zum Ende des 19. Jahrhunderts im Zentrum der juristischen Debatte.[7] Rückschauend ist die Heftigkeit bemerkenswert, mit der über die komplexe Materie des Börsenrechts in der breiten juristischen wie auch allgemeinen Öffentlichkeit diskutiert wurde. Nach Udo Wolter gab es »kaum einen Rechtsstoff, der zur Zeit der Entstehung des BGB die gesamte (!) Öffentlichkeit mehr beschäftigt hat […]. Und in kein Thema ist so viel Leidenschaft, Pathos und weltanschauliche Überzeugung hineingetragen worden«.[8]

Hier ist nicht der Ort, detailliert über die verschiedenen juristischen Konstruktionsbemühungen und -annahmen über die juristische Verfassung des Terminmarkts im 19. Jahrhundert näher zu berichten.[9] Für das weitere Verständnis ist jedoch entscheidend, in der gebotenen Kürze die privatrechtliche Funktionsweise der Terminmärkte zu erläutern. Börsentermingeschäfte oder Futures waren standardisierte Kaufverträge, in denen die Beschaffenheit der Ware, die Usancen der Abwicklung des Geschäfts und der genaue Liefertermin bereits von vornherein festgelegt waren. Der konstruktive ›Zellkern‹ der Terminmärkte bestand in der Rechtstechnik der sog. *Skontration* – eine Verrechnungstechnik des Wechselverkehrs, die im 12. und 13. Jahrhundert auf den Messen der Champagne entwickelt wurde. Durch die Skontration wurden sämtliche in einem Terminmarkt abgeschlossenen Verträge zwingend miteinander verknüpft und am Ende der Laufzeit miteinander verrechnet. Hierdurch wurde erreicht, dass die Vielzahl der Vertragsverhältnisse durch die Begleichung von Differenzsummen erfüllt wurden und nur ein kleiner verbleibender Teil durch die effektive Leistung bzw. Abnahme der Papiere bzw. Waren naturaliter zu begleichen war. Oder anders formuliert: Der Bruttobestand sämtlicher in einem

5 Grünhut (1885) §§ 277–287; N.N. (1893) 6–10; Weber (1896) 61–65; Fuchs (1891) 13–17.
6 Brückner (1894) 6–7.
7 Dazu ausführlich Flume (2019) 231–245.
8 Wolter (1991) 5.
9 Dazu ausführlich Flume (2019) 238–242.

Futures-Markt abgeschlossener Forderungen und Verbindlichkeiten wurde auf den Nettobestand reduziert und damit Lieferungsketten abgekürzt.[10] Im Ergebnis hatten die Börsen nichts Geringeres geschafft als das Erfüllungsrecht zu revolutionieren, indem automatisiert das Pekuniärinteresse errechnet wurde.

Da die Masse der Geschäfte nicht durch die naturale Erfüllung vollzogen wurde, sondern durch die Verrechnung von Gegengeschäften (Kauf und Verkaufsvorgängen) beglichen wurde, musste die Funktionsweise des Börsenterminmarkts auch gerade für den nicht mit dem Börsenwesen vertrauten Juristen Verwunderung auslösen, wenn nicht sogar erbitterte Gegnerschaft. Die Gegner der Börse schienen durch die empirische Evidenz an der Börse bestätigt zu sein: Um 1880 sollen an der London Stock Exchange etwa fünf Sechstel aller Transaktionen durch Differenzzahlung erfüllt worden sein.[11] An den meisten Warenterminbörsen lag dieser Anteil noch deutlich höher – für den Berliner Kornhandel war bereits Ende der 1860er Jahre die Rede von einem Verhältnis der Differenzgeschäfte zum Effektivhandel von 20 zu 1.[12] Aus Anfang der 1890er Jahre von offizieller Seite gesammelten Daten[13] ergibt sich, dass in den Jahren 1888–1891 5,7% der Zuckertermingeschäfte und 3,1% der Kaffeetermingeschäfte in Hamburg effektiv erfüllt wurden, was einem Verhältnis des Differenz- zum Effektivgeschäft von 18 zu 1 bzw. 32 zu 1 entspricht. Für die Magdeburger Zuckerbörse waren es 1889–1892 9,1% (1 zu 11). Aus juristischer Perspektive ›beweisen‹ diese Zahlen jedoch nicht den Spiel- oder Wettcharakter der an der Börse stattfindenden Geschäfte, sondern sie zeigen lediglich, dass die vorrangige Erfüllungsform das (monetär bezifferte) Pekuniärinteresse war.

2. *Das »böse entgleist[e]« Börsengesetz*

Das Ringen um die rechtliche Behandlung der Börse spitzte sich mit der Vorbereitung eines Börsengesetzes Anfang der 1890er Jahre zu. Zu diesem Zweck wurde auf Reichsebene 1892 eine bis November 1893 tagende Börsen-Enquete-Kommission eingesetzt. Zusammengesetzt aus Ministerialbeamten, Abgeordneten, Juristen, Nationalökonomen und Standesvertretern des Wirtschaftslebens, hielt sie umfassende (auf einen Fragebogen gestützte) Anhörungen ab, trug für verschiedene Aspekte des Börsenwesens die gängigen Positionen und Argumente zusammen und einigte sich nach kontroversen Diskussionen schließlich auf weitreichende Empfehlungen an den Gesetzgeber.[14] Dieser folgte den Empfehlungen in weiten Teilen, wich gleichwohl in einigen wichtigen Punkten auf Bestreben konservativer, Agrarinteressen vertretender, Reichstagsabgeordneter ab. Das 1896 erlassene, ab 1897 gültige und 1908 noch einmal tiefgreifend revidierte Börsengesetz wurde in Fachkreisen als wenig geglücktes Gesetzeswerk angesehen. Man stufte es, im Vergleich zu den anderen Gesetzeswerken des Handelsrechts (z. B. dem GmbHG von 1892) als missraten ein.[15] Flankiert wurde das Börsengesetz zudem seit 1900 von der allgemeinen Regel des § 764 BGB a. F., auf deren Grundlage, ausgehend von der Rechtsprechung des Reichsgerichts, (außerbörsliche) »Spekulationsgeschäfte« von den Gerichten zu Spiel- und Wettverträgen erklärt werden konnten.[16]

3. *Ökonomische Funktion des Terminmarktes*

Der Umfang, die Tiefe und die Intensität der Auseinandersetzungen um die Börsenreform rührten nicht zuletzt daher, dass auch die *ökonomische*

10 Vgl. Flume (2019) 205, 212–216, 261.
11 Struck (1881).
12 Cohn (1868) 19.
13 Börsen-Enquete-Kommission (1893b) 376–377, 381.
14 Börsen-Enquete-Kommission (1893a). In Reaktion auf die Veröffentlichung der Sitzungsprotokolle, Materialien und Empfehlungen der Enquete bis 1894 und später auf den Erlass des Börsengesetzes folgte eine regelrechte Welle von Abhandlungen, in denen weitere Experten bzw. Interessenvertreter die Argumente kommentierten, kritisierten und ergänzten. Nur einige frühe, direkt auf die Enquete-Empfehlungen bezogene Beispiele: Cohnstädt (1894); Weber (1894–1896); Pfleger/Gschwindt (1896/97).
15 Nussbaum (1910) XXVIII: »In formeller Beziehung ist das BörsG. in solchem Maße mißlungen wie wohl kein anderes der neueren Reichsgesetze«; Göppert (1930) 5: »böse entgleist« (in Bezug auf die Regelungen der Börsentermingeschäfte); Breit (1932), Anhang II: Das Börsentermingeschäft, Anm. 3: »Wenige Gesetze haben den mangelnden Beruf unserer Zeit zur Gesetzgebung so deutlich vor Augen geführt, wie das alte Börsengesetz.« Allgemein zum Börsengesetz vgl. Meier (1992); Schulz (1994).
16 Dazu Flume (2019) 235–237, 243–245.

Deutung von Börsentermingeschäften hochumstritten war. Zunächst ermöglichten sie verschiedenen ökonomischen Akteuren, insbesondere den Händlern von Waren wie Getreide, Baumwolle oder Kaffee, ein Management von Preisrisiken (*hedging*), wie sie sich in den durch die Kommunikationsrevolution des 19. Jahrhunderts veränderten informationellen Marktstrukturen ergaben.[17] Die Beschleunigung des Informationsaustauschs bis hin zur Einführung der Telegraphie und Telefonie übertraf die Beschleunigung des Güterverkehrs deutlich, so dass sich über große Distanzen erstmals Informations- und Warenströme voneinander entkoppelten. In der Folge konnten zwar Geschäfte rund um den Globus in kürzester Zeit abgeschlossen werden, die ge- und verkauften Waren trafen aber oft erst Tage, Woche oder Monate später ein. Der Wiederverkaufspreis lag dann unter Umständen deutlich niedriger als kalkuliert. Durch den Verkauf einer gleich großen Warenmenge im Terminmarkt konnte dieses Risiko nun umgehend eliminiert werden. Hierdurch wurde es tragbar, sofort im Anschluss beliebig viele weitere Transaktionen einzugehen, soweit Kapital bzw. Kredit zur Verfügung standen. Da sich ohne Terminabsicherung erst lange Zeit nach dem Eingehen eines Geschäfts zeigte, welches finanzielle Ergebnis diese Transaktion mit sich brachte, entstanden bei einer großen Zahl solcher Transaktionen entsprechend hohe Verlustrisiken, für die sicherheitshalber Rücklagen gebildet werden mussten. Durch *hedging* entfiel also auch der Kapitalbedarf für eine solche klassische Risikoabsicherung. Ferner erlaubte der Terminhandel es z. B. auch Warenmaklern, Beschaffungsaufträge zu festen Konditionen umgehend anzunehmen, ohne dass passende Ware bereits ausfindig gemacht wurde. Hierfür konnten sich Warenmakler einige Tage Zeit lassen, das Risiko von Marktpreisveränderungen in dieser Zeit wurde wiederum am Terminmarkt abgesichert.

Insgesamt erlaubte die Einrichtung des Terminhandels also durch solche Hedging-Geschäfte, den Rhythmus und die Effizienz des realen Warenhandels zu steigern. Zugleich stellte sich aber die Frage, ob die nun vor allem auf Terminmärkten sich bildenden Großhandelspreise eine andere Qualität aufwiesen als zuvor. Mit dieser Frage hing eng zusammen, dass der Terminmarkt neben dem *hedging* gleichzeitig auch die Spekulation ermöglichte bzw. erleichterte. Bewirkte die Spekulation eine generelle Tendenz zur Erhöhung oder Senkung von Preisen, zu stärkeren oder schwächeren Preisausschlägen? War Spekulation – im Hinblick auf die Preisbildung und darüber hinaus – als volkswirtschaftlich unerhebliches oder eher schädliches Börsenspiel zu begreifen, oder erfüllte sie nützliche ökonomische Funktionen? Unabhängig von dieser Bewertungsfrage schienen die hohen Anteile an nicht effektiv erfüllten Termintransaktionen vielen zeitgenössischen Beobachtern jedenfalls darauf hinzudeuten, dass an der Börse tatsächlich *im Wesentlichen* spekuliert wurde, und *hedging* demgegenüber nur eine geringe Rolle spielte. Es wurde, mit anderen Worten, eine Verknüpfung zwischen der äußeren Form des Geschäfts und den dahinterstehenden Motiven hergestellt.

Solche Motivzuweisungen zu den letztendlich realisierten Formen von Termingeschäften waren allerdings schon insofern problematisch, als sich oft erst in der abschließenden Verrechnung erwies, ob eine Transaktion als Effektivgeschäft endete oder eine Vielzahl von Engagements verrechnet wurden. Absichten können sich im Zeitverlauf ändern, wie u. a. der Nationalökonom Gustav Cohn argumentierte, und überdies dienen selbst *intendierte* Differenzgeschäfte oftmals dem realwirtschaftlichen Zweck der Absicherung gegen Preisschwankungen.[18] Die ›Wette‹ am Terminmarkt dient dann der Kompensation des aus dem Besitz realer Ware entstehenden Preisrisikos: Sinkt

17 Vgl. hierzu Engel (2015).

18 Cohn (1866) 388–389: Ein polnischer Getreidehändler, der nach Berlin zu liefern beabsichtige und dorthin auf Termin verkaufe, stelle etwa kurz darauf fest, dass er in Danzig teurer verkaufen könne – er ändert seine Pläne also entsprechend und deckt seinen Terminverkauf in Berlin durch ein Gegengeschäft: Somit entsteht ein ursprünglich unbeabsichtigtes Differenzgeschäft. Und auch beabsichtigte Differenzgeschäfte können realwirtschaftlich sinnvoll sein, so Cohn: Wenn etwa ein Breslauer Rapshändler die inländischen Preise für vorübergehend zu niedrig betrachtet, kann er auf Termin nach Amsterdam (als Leitmarkt) verkaufen, ohne je eine Lieferung dorthin zu beabsichtigen. Vielmehr wird er die Termintransaktion durch ein Gegengeschäft aufheben, sobald die Inlandspreise sich erholt haben und der effektive Absatz im Inland wieder lohnend geworden ist. Das von vornherein als solches intendierte Differenzgeschäft dient hier zur Preissicherung des Effektivhändlers.

im Zeitverlauf der Preis, verliert man am Besitz der Ware, gewinnt aber in etwa dasselbe am Terminmarkt; steigt das Preisniveau, verhält es sich umgekehrt. In jedem Fall erwachsen aus der tatsächlichen Preisentwicklung *in summa* keine signifikanten Gewinne oder Verluste.

Mangels weiterer Empirie musste es damit umstritten bleiben, wie spekulativ geprägt einzelne Terminmärkte tatsächlich waren. Zudem wurde, wie erwähnt, darüber gestritten, ob die Spekulation überhaupt per se eine volkswirtschaftlich bzw. gesellschaftlich schädliche Erscheinung oder (generell oder unter bestimmten Bedingungen) als nützlich einzustufen sei.[19] An all diesen Interpretationsproblemen hing die Frage, ob und unter welchen Bedingungen Börsentermingeschäfte jedermann verboten, jedermann erlaubt oder nur spezifischen Personenkreisen vorbehalten bleiben sollten.

4. *Börsenzugang und Organisation der Börse*

Die Frage nach der Börsenterminfähigkeit wiederum hing eng mit dem allgemeineren Problem des Börsenzugangs zusammen: also der Regelung von Berechtigungen, persönlich in die Börse zu gehen und dort Börsengeschäfte abzuschließen, seien es Termingeschäfte oder klassische Effektivgeschäfte zur sofortigen Lieferung von Waren oder Wertpapieren. Beide Fragen verbindet diejenige nach der Organisation des Maklerwesens, denn Makler – heute spricht man von ›Brokern‹ – ermöglichen es Personen außerhalb der Börse, an der Börse Geschäfte zu tätigen. Die zeitgenössische Diskussion und Regulierung des Maklerwesens ist allerdings überaus umfassend und muss im Folgenden ausgeklammert bleiben. Der Fokus liegt also einfach auf der Frage nach den Berechtigungen des Publikums – im Hinblick einerseits auf die Termingeschäftsfähigkeit und andererseits auf den Börsenzugang.

Tatsächlich finden sich im Deutschland des 19. Jahrhunderts eigene Regelungen des Börsenzugangs wie auch der rechtlichen Verfassung der Börsenträgerschaft, die im internationalen Vergleich etwa der Börsen von Berlin, Paris, London, New York und Chicago deutlich werden.[20] In Paris war der Zugang zur Börse frei, die Abwicklung der Geschäfte auf dem *parquet* wurde seit 1724 als Reaktion auf die Aktienspekulationen unter John Law von einer begrenzten Zahl von *Agents de change* durchgeführt.[21] In London hingegen bestanden bereits seit spätestens dem 18. Jahrhundert spezialisierte Fondsbörsen, die als autonome Klubs organisiert waren und mit denen eine, um eine Formulierung Max Webers aufzugreifen, »plutokratische Abschließung der Börse«[22] herbeigeführt wurde.[23] Der Zugang zur Börse war auf die »Klubmitglieder« beschränkt.[24] Ähnliches gilt für die US-amerikanischen Waren- und Wertpapierbörsen, namentlich die New York Stock Exchange als größte Wertpapierbörse und das Chicago Board of Trade als größte Warenterminbörse. Die Mitgliedschaften in diesen Börsen waren mit horrenden Gebühren verbunden; sie waren (bei ausreichendem Leumund des Neumitglieds) übertragbar und wurden für gewaltige Summen gehandelt.[25]

Das Phänomen der auf einzelne Produkte oder das Wertpapiergeschäft spezialisierten ›Klub-Börsen‹ findet sich in Deutschland zu jener Zeit (fast) nicht. Dass sich keine spezialisierten Börsen entwickelt hätten, sondern diese aus allgemeinen Markttreffpunkten hervorgingen, empfand der Bonner Börsen- und Handelsrechtler Heinrich Göppert als wesentliche Schwäche der deutschen Börsenlandschaft.[26] Ähnlich hatte zuvor bereits Max Weber vermerkt:

> »Der Typus der *kapitalistischen Börsenhändlerzunft* insbesondere, mit geschlossener Mitgliederzahl, käuflichen Mitgliedsrechten, Verbot der Assoziation, mit Außenstehenden, Privile-

19 Die Auswirkungen der Spekulation auf den Warenterminmärkten auf den effektiven Spotpreis ist bis heute umstritten, vgl. dazu Haase / Seiler Zimmermann et al. (2016) 1–15.

20 Vgl. hierzu Köndgen (1998).

21 Weber (1894–1896) 83, 225 ff.; Eliat (1933); Flume (2019) 44.

22 Verhandlungen des provisorischen Börsenausschusses im Reichsamt des Innern in der Zeit vom 19. bis 26. November 1896, abgedruckt in: Weber (1999) 714; siehe auch davor Weber (1894–1896) 83, 128.

23 Kurz Göppert (1932) 7; vgl. ferner umfassend Jenkins (1973); Michie (1999).

24 Dazu Weber (1894–1896) 83, 103.

25 Vgl. Engel / Gehlen (2016).

26 Göppert (1932) 6 ff.; Göppert (1931/32); Göppert (1923). Zur Person Göpperts vgl. Wolff (2004).

> gierung der Händlersöhne und hohen finanziellen Garantien für jeden Eintretenden *fehlt* in Deutschland. Im englisch-amerikanischen Rechtsgebiet haben diese Form gerade die höchstentwickelten Börsen, – so London und New-York – auf dem Gebiet des modernsten Handelszweiges, – des Fondshandels, – und zwar erst im Laufe der modernen Entwickelung angenommen. Demgegenüber zeigen die deutschen Börsen ziemlich unentwickelte Formen. Zunächst vereinigen gerade die größten deutschen Börsen – Berlin und Hamburg – den Handel in allen Verkehrsgegenständen örtlich an einer Stelle, während im Ausland zum mindesten Effekten- und Produktenbörsen, meist auch die letzteren wieder nach Artikeln, geschieden sind. Die Berliner Börse wie die preußischen Börsen insbesondere sind weder freie Märkte, noch geschlossene Zünfte, sondern reglementierte Versammlungen eines in jeder Beziehung unter einander ungleichartigen Personenkreises«.[27]

In der Tat standen die größeren deutschen Börsen der Allgemeinheit offen, d. h. es bestand Börsenfreiheit. In aller Regel hiervon ausgeschlossen waren gleichwohl Frauen, Kinder, Vorbestrafte und Kridare (also in Insolvenzverfahren befindliche Personen), zudem konnten Personen vom Börsenvorstand temporär oder lebenslang ausgeschlossen werden, wenn sie Ruhestörungen begingen, Kurse zu manipulieren versuchten oder auf andere Weise gegen die Börsenordnung verstießen.[28] Anders als in Paris gab es also zwar ebenfalls Börsenfreiheit, aber zugleich eine Kontrolle durch den örtlichen Börsenträger, in der Regel die örtliche Kaufmannschaft. Oftmals waren Eintrittskarten zu lösen oder Mitgliedsbeiträge zu entrichten. Hiervon waren an manchen Orten Mitglieder der Kaufmannschaft oder Handeltreibende generell ausgenommen, denen zudem die Mitgliedschaft (d. h. v. a. die Teilnahme an Versammlungen, auf denen u. a. über Satzungen abgestimmt wurde) nicht versagt werden durfte. In München mussten Interessierte, die nicht Mitglieder der Kaufmannschaft waren, von einem solchen Mitglied eingeführt werden. Der Zutritt zur Berliner Börse war nur mit einer von den Ältesten der Kaufmannschaft vergebenen Eintrittskarte möglich. Diese stand erstens allen Mitgliedern der Berliner Korporation der Kaufmannschaft, zweitens befugten Vertretern von Unternehmen, die in das Handels- oder Genossenschaftsregister Berlins oder seiner Vororte eingetragen waren und drittens Personen zu, die aus Amts- oder Dienstpflichten die Börse zu besuchen hatten. Darüber hinaus aber stand in jedem Einzelfall die Zulassung zur Börse den Ältesten zu – wobei es zwingend der Empfehlung dreier Mitglieder aus der Korporation der Kaufmannschaft bedurfte, und Frauen, Kinder, Vorbestrafte und Kridare wiederum grundsätzlich ausgeschlossen waren.[29]

In Hamburg stand zwar nach § 1 der Börsenordnung »der Zutritt zum Börsenraum dem gesammten anständigen männlichen Publikum frei«,[30] praktisch aber konnten die sechs Vereinigungen von Großkaufleuten, die Handel mit Getreide, Spiritus, Kartoffeln, Petroleum bzw. Zucker betrieben, zumindest potentiell Zugangsbarrieren aufbauen, was namentlich dem »Verein der am Caffeehandel betheiligten Firmen« gelang. Zum ersten oblag es dem jeweiligen Verein, über die Einführung von Terminhandel für seine Ware zu entscheiden und diesen gegebenenfalls rechtlich auszugestalten.[31] Zum zweiten gab es zumindest im Falle des Kaffees den Handelsstunden der Hauptbörse vor- und nachgelagerte Transaktionen in Räumen des Kaffeevereins am Sandtorquai, die Mitgliedern vorbehalten blieben.[32] Zum dritten wurde im Kaffee- und im Zuckerterminhandel jeweils eine Liquidationskasse – also ein *Clearinghouse* – eingerichtet, die als Gegenpartei für jedes Termingeschäft auftrat. Diese konnten zwar theoretisch von jedermann abgeschlossen werden, aber nur über die Makler der Liquidationskasse und zu deren Bedingungen.[33] Praktisch ähnelte die Situation damit etwa derjenigen am Chicago Board of Trade, in die es als Klub-Börse zwar gerade keinen freien Zutritt gab (außer für Touristen auf die Besuchergalerie), an der aber Außenstehende über die eigentlichen Mitglieder, die zu einem signifi-

27 Weber (1895) 242 (Hervorhebungen wie im Original).
28 Hierzu und im Folgenden: Börsen-Enquete-Kommission (1892), passim.
29 Revidirte Börsen-Ordnung für Berlin vom 15. Juli 1884/20. März 1885, in: Sachverständigen-Kommission der Fonds-Börse von Berlin (Hg.) (1892) 65–85, hier 66–69.
30 Börsen-Enquete-Kommission (1892) 43.
31 Ebd., 46.
32 Vgl. Rischbieter (2011) 113–114.
33 Vgl. ebd., 148–154; zur Funktionsweise der Liquidationskassen Flume (2019) 217–219.

kanten Teil als Broker und Kommissionshändler tätig waren, Termingeschäfte tätigen konnten.

Die sehr unterschiedlichen institutionellen Arrangements der Börsen warfen die Frage nach ihren spezifischen Vor- und Nachteilen auf. Gerade für die deutschen Nationalökonomen des späten 19. Jahrhunderts, welche das Börsenwesen nicht nur technisch durchdringen wollten, sondern auf eine für Volkswirtschaft und Gesellschaft zweckmäßige Ausgestaltung hinarbeiteten, war dies von großem Interesse.

III. Börsenspekulation und die Börsenteilnahme des Publikums im nationalökonomischen Diskurs

Um 1900 galt die deutsche nationalökonomische Auseinandersetzung mit den Funktionsweisen und Wirkungen moderner Börsen international als vorbildhaft. Das 1896 erschienene erste Standardwerk zum Börsenwesen in den USA basierte in weiten Teilen auf deutscher Literatur und zitierte diese ohne Übersetzung ins Englische.[34] Tatsächlich aber war auch in Deutschland die Diskussion bis zu den 1880er Jahren äußerst verhalten. Gustav Cohn – seit 1884 ordentlicher Professor der Staatswissenschaften an der Universität Göttingen – hatte eine Reihe von Aufsätzen zu Spekulation und Börsenwesen, insbesondere unter dem Blickwinkel des Terminhandels an Warenbörsen veröffentlicht, beginnend mit seiner Dissertation 1866. Als erstes Standardwerk zu den Wertpapierbörsen gilt die von Gustav Schmoller betreute Dissertation zum Effektenbörsenwesen in Deutschland und England von Emil Struck, die 1881 in Druck ging.[35] Im Nachgang zur Gründerkrise der 1870er Jahre, und infolge der in den frühen 1880er Jahren diskutierten und erfolgten Gesetzgebung zum Aktienwesen und zur Einführung einer Börsensteuer, traten bald weitere Spezialuntersuchungen hinzu. Insbesondere in den Börsenreformdiskussionen der 1890er Jahre uferte die Literaturlage schließlich geradezu aus.[36]

Ein wesentlicher Gegenstand der Diskussion war die Frage der ökonomischen und gesellschaftlichen Folgen von Börsenspekulation und ihrer entsprechenden Legitimität. Angesichts des damaligen Fachverständnisses – in der Prägung durch die Historische Schule der Nationalökonomie – beschränkte man sich nicht auf eine positivistische, formal-abstrakte, markttechnische Argumentation, wie man sie von Ökonomen des 20. Jahrhunderts erwarten würde. Vielmehr verband sich hier ein stark normativ-sozialpolitisches Erkenntnisinteresse mit einer empirischen Betrachtung der tatsächlichen Verhältnisse an den Börsen und ihrer historischen Entwicklung.

1. *Theoretischer volkswirtschaftlicher Nutzen des Börsenterminhandels*

Wie Cohn bereits 1868 feststellte, ließ sich selbst in den frühen Terminmärkten eine ausgesprochene Spezialisierung der Marktteilnehmer beobachten: Manche von ihnen nutzten den Markt zwar lediglich zur Unterstützung ihrer Effektivgeschäfte, viele andere aber hatten gar nicht oder nicht mehr am Effektivgeschäft mit der gehandelten Ware teil, waren ganz auf das Agieren auf dem Terminmarkt spezialisiert: »An dem Getreidehandel der Berliner Börse betheiligen sich gegenwärtig etwa zweihundert verschiedene Firmen, von denen achtzig notorisch nichts mit dem Korn selber zu thun haben und es nur auf dem Papier sehen«, während die übrigen 120 Firmen mit wenigen Ausnahmen gelegentlich effektiv handeln, auch »ihr Hauptgeschäft aber sind Differenzgeschäfte in Korn«.[37] Es fanden sich also professionelle Spekulanten in nicht geringer Zahl, deren Börsengeschäfte gerade nicht in einem eigenen Effektivgeschäft wurzelten, die vielmehr ausschließlich mit Korn*kontrakten* handeln wollten. Waren diese Aktivitäten, vielleicht der Terminhandel fast im Ganzen, also tatsächlich nichts weiter als selbstgenügsames Börsenspiel, das keinerlei ökonomische Relevanz hatte?

Diese Vorstellung wurde unter Heranziehung zweier Argumente verneint. Der zu Beginn von Abschnitt II. erwähnte anonyme Text der Hamburger Börsen-Halle sprach sich gar empathisch *für* eine weitere Ausdehnung der Marktbeteiligung durch am Effektivhandel Uninteressierte aus: »Wo soll aber der Produzent, der Händler für seine unbestritten soliden Operationen einen ständigen, stets thätigen Markt finden, wenn die Betheiligung

34 Emery (1896).
35 Struck (1881).
36 Vgl. auch zum Überblick: Borchardt (1999) 41–55.
37 Cohn (1868) 19.

am Terminhandel den Kapitalisten nicht möglich, nicht leicht möglich gemacht wird? […] Unserer Meinung nach kann der Terminhandel seine Zwecke nur dann voll erfüllen, wenn sein Markt möglichste Ausdehnung gewinnt, indem neben dem Produzenten und Händler auch dem Kapitalisten eine Betheiligung thunlichst erleichtert wird.«[38] Eben dies leistete das Differenzhandelsprinzip, indem die Kapitalisten den Terminmarkt mit Liquidität versorgen und ihr Engagement mit Hilfe eines Gegengeschäfts – statt Abnahme oder Lieferung der Ware – in einfacher Weise abschließen konnten. Ähnlich argumentierte Struck für die Wertpapierbörse, »dass der Spekulationshandel eine wirksame Nachfrage nach und ein wirksames Angebot von Effekten schaffe«.[39] Die Notwendigkeit ausreichender Liquidität von Terminmärkten ist im 20. und 21. Jahrhundert ein prominentes Argument für die Beteiligung von Spekulanten geworden, für das ausgehende 19. Jahrhundert stellte es allerdings eher eine Ausnahme dar.

Das zeitgenössisch wichtigere Argument für die Börsenspekulation zielte auf die Preis- bzw. Kursbildung an den Waren- und Wertpapiermärkten. In der Tat sei es wichtig festzuhalten, so der Artikel der Börsen-Halle, »daß der Terminhandel nicht dazu dient, eine einzelne Waarenpartie zu *bewegen*; er soll vielmehr wirken als *Preisregulator* und dadurch wieder den allgemeinen Strom der Waare in richtige Bahnen lenken«.[40] Aus Sicht der klassischen ökonomischen Theorie konnte man sogar von einer selbstregulierenden Qualitätssicherung spekulativer Preisfindung ausgehen. So hatte etwa der wirtschaftsliberale Journalist und Politiker Otto Michaelis bereits 1864 in einem Aufsatz in der Vierteljahrschrift für Volkswirthschaft und Kulturgeschichte im Hinblick auf die börsliche Differenzspekulation ausgeführt: »Erkenntniss der Zukunft ist Werth für den Handel, Werth und segensreicher Nutzen für das Gemeinwesen. Diesen Werth und Nutzen zu schaffen, ist die Spekulation täthig. […] Richtige Erkenntniss der Zukunft, richtige Leitung des Handels und der Preise wird durch Gewinn belohnt, mangelhafte Erkenntniss, falsche Schlüsse werden durch Verlust bestraft.«[41]

Michaelis argumentierte also, dass sich nur solche Marktteilnehmer am Markt halten können, welche korrekte Prognosen erstellen, während alle anderen Verluste erleiden und schließlich aus dem Markt ausscheiden müssten. Demnach wären obrigkeitliche Eingriffe in den Markt zur Bekämpfung »schlechter Spekulation« vollkommen überflüssig. Der deutsche nationalökonomische Diskurs zum Börsenterminhandel folgte jedoch mehrheitlich nicht dieser als angelsächsisch-manchesterliberal empfundenen Position – Cohn sprach vom »Wahn, den unsre Apostel des freien Wettbewerbs verbreiteten, indem sie den Individualismus der alten Doktrin durch die neuesten Lehren Darwins ergänzten. Der Wahn ist heute zerrissen«.[42] Von einer Selbstreinigung der Märkte könne keine Rede sein. Bei allem prinzipiellen Optimismus auch von Cohn, dass das Differenzgeschäft »in hohem Grade der Nivellirung der Preise in Rücksicht auf Ort und Zeit, der Findung des wahren Preises förderlich«[43] sei, blieb es für ihn höchst fraglich, ob in der freien *Praxis* des Börsengeschehens tatsächlich wünschenswerte Resultate produziert wurden.

Cohn betonte, dass sich Preise nicht im Sinne der angelsächsischen ökonomischen Theorie gleichsam von selbst aus Angebot und Nachfrage, Vorrat und Bedarf ergäben, sondern durch menschliches Handeln und Bedenken gefunden werden müssten – hier liege also der eigentliche Prüfstein der Börsenspekulation: »Da der angemessene Preis, welchen herzustellen die volkswirtschaftliche Aufgabe des Handels ist, nicht etwas a priori Gegebenes, sondern ein Ideal ist, auf welches der spekulierende Handel hinarbeiten soll, indem er die entscheidenden Thatsachen der Produktion und des Absatzes für die Preisbildung flüssig macht: so liegt sittlicher Wert und Unwert desselben darin, ob sein Wissen dieser entscheidenden Thatsachen sich dem Zwecke der zutreffenden Preisbildung unterordnet.«[44]

2. *Sozialkritik der Börse und ihre ökonomische Funktionsfähigkeit*

In dieser grundsätzlichen Skepsis, welche die realen Börsenverhältnisse strikt von ›harmonischen‹ theoretischen Vorstellungen über ideale Wirkungsweisen des Terminhandels getrennt wis-

38 N.N. (1893) 15.
39 Struck (1881) 64.
40 N.N. (1893).
41 Michaelis (1864/65) 171.
42 Cohn (1895b) 67.
43 Cohn (1866) 389.
44 Cohn (1882) 680.

sen wollte, zeigte sich die deutsche Nationalökonomie empfänglich für die tief verwurzelte Kultur- und Sozialkritik der Börse, wie sie in der zeitgenössischen Öffentlichkeit vielfach zu greifen war. Cohn hielt mit seiner eigenen Abneigung gegen einige Aspekte der bestehenden Verhältnisse nicht hinterm Berg. Ginge man nachmittags Unter den Linden in Berlin spazieren, könne man »dort eine Menge höchst widerlicher Gesichter in neugierige Gruppen zusammengedrängt sehen, die auf die von den fremden Börsen eingetroffenen Depeschen lauern und danach die Geschäfte der Börse fortsetzen. Das sind Leute, […] aus allen Winkeln und Ghettos der kleinen Städte hergelaufen, mit nichts ausgestattet als den gemeinsten Trieben, dem rohesten Eigennutz obenan […]. Der Jargon, den man diese Menschen reden hört, [… findet] nur in den ekelhaftesten Schichten der Gesellschaft ihres Gleichen […]. Und wenn man nun die Börse selbst aufsucht, so findet man jene Sorte von Menschen in Ueberzahl wieder; […] das gemeine Geschrei, das sie machen, lässt uns jenen Kampf der Urtheile, durch welche die Einsicht geläutert und der ›wahre Preis‹ gefunden werde, wovon *Michaelis* uns so viel Rosiges erzählt, schwer entdecken.«[45] Zugleich aber hielt er die Genialität und das Potential des Terminhandelsprinzips als höchsten Ausdruck des »heutigen Verkehrslebens«[46] hoch. Beides vereinbaren ließ sich in der – für die Historische Schule der Nationalökonomie so charakteristischen – grundsätzlichen »Überzeugung von der Notwendigkeit socialer Reformen auf allen Gebieten der Gesellschaft«,[47] die nach Cohn in die durch das Verschwinden liberaler Überzeugungen entstandene Lücke getreten sei.

Eine zentrale Frage war hier diejenige nach dem Börsenzugang. In seinem Vergleich der englischen und deutschen Effektenbörsen bemerkte Struck, dass sich die London Stock Exchange spekulativem Interesse sehr weitgehend verschließe, und die Geschlossenheit der Börsenmitglieder – Struck spricht von einer »Genossenschaft« – eine Standesehre hervorbringe, die sich positiv auf die Qualität des Börsengeschehens auswirke: »In dieser Weise vermag die Londoner Börse die Reinigung der Spekulation von ungesunden Elementen in einem Masse zu besorgen, wie es kaum von der staatlichen Gesetzgebung erreicht, geschweige denn übertroffen werden kann.« Hingegen: »Zu den deutschen Börsen haben die Spekulanten nicht nur Zutritt, sondern sie bilden sogar die Mehrzahl von den massgebenden Elementen unter den Besuchern […]; sie üben ihren bestimmenden Einfluss aus auf die Vorstandswahlen und ihre Meinung wiegt schwer, wenn es sich um Erlass irgendwelcher Massnahmen handelt. Spekulanten aber sind der Mehrzahl nach nie geneigt, scharfe Massregeln gegen Betrug und Leichtsinn zur Empfehlung zu bringen. […] Zudem birgt eine Versammlung von Spekulanten nothwendiger Weise einen solchen Widerstreit der Interessen in sich, dass die Zusammenschliessung der Einzelnen zu einer innigeren Verbindung, in der ein Gefühl gemeinschaftlicher Ehre und Pflicht erwachen könnte, unmöglich ist.«[48]

Für Cohn, Struck und andere Nationalökonomen musste eine Börsenreform also unter anderem darauf zielen, dass die an der Börse tätigen Personen charakterlichen Anforderungen genügten. Idealerweise begann dies im persönlichen Anstand und der Würde des eigenen Auftretens und reichte bis zu Ehrbarkeit, Verantwortlichkeit und Gemeinsinn. Nur von solchen Börsenteilnehmern erwartete man sich rationale, kompetente Einschätzungen der Verhältnisse und eine adäquate, nicht manipulativ auf eigene Vorteile zielende Einpreisung dieser Einschätzungen in den Markt. Das Erreichen dieses Idealzustands schien einerseits eine Frage erfolgreich gelebten Korporatismus' zu sein, in der Verantwortung stand hier also die Gemeinschaft der an der Börse tätigen Personen selbst. Doch sei es, so Cohn, »ein schöner Wahn zu meinen, daß solche Entwickelung von selber kommt, daß von innen heraus sich ein solches Ehr und Standesgefühl entwickelt«.[49] Somit erschien es andererseits auch unumgänglich, einer Läuterung der Börse durch regulatorische Maßnahmen auf die Sprünge zu helfen, die ungeeignete Personen von der Börse möglichst fernhielt.

Ungeeignet zur Börsenspekulation erschienen zunächst solche Personen, die kein gutes Verständnis des Marktgeschehens und der ihm zugrunde liegenden Ereignisse und Faktoren aufwiesen. So mahnte der Nationalökonom Carl Fuchs, der 1891

45 Cohn (1866) 412.
46 Ebd., 378. Siehe v. a. auch 411.
47 Cohn (1895b) 67.
48 Struck (1881) 164.
49 Cohn (1895a) 34.

eine vielbeachtete Einführung in die Technik des Terminhandels verfasste: »Nicht der Kapitalist oder Spekulant, der […] auf Grund sorgfältiger kaufmännischer Berechnungen am Warenhandel teilnimmt, schädigt diesen – was ihn in Wirklichkeit stört und den Terminhandel diskreditiert, das ist die Teilnahme des Börsenspielers oder ›Jobbers‹.« Der Börsenspieler agiere ohne Sachkenntnis, setze daher stattdessen auf Glück und Zufall, und verwirre durch seine zufälligen Abschlüsse die »wirklichen Marktverhältnisse«.[50] Mochte das Motiv des persönlichen Gewinns beim Börsenspieler auch dasselbe wie beim professionellen Spekulanten und selbst beim Effektivhändler sein: Indem letztere vorgeblich für ihre Ziele *arbeiteten*, unterschieden sie sich von ersteren, die das Börsengeschehen als reines Glücksspiel begriffen. In dieser Arbeit, im erfolgsorientierten Beschaffen relevanter Informationen, lag nach nationalökonomischer Auffassung neben volkswirtschaftlichem Nutzen vor allem auch die moralische Rechtfertigung eventueller Gewinne, die im Fall von »Spielgewinnen« eben nicht gegeben sei, wie Struck 1891 in seinem Artikel »Börsenspiel« für das Handwörterbuch der Staatswissenschaften betont: »Der Gewinn aus der Spekulation ist für solche Leute ein ganz unverdienter, und auch fehlt ihnen das Bewußtsein, ihn durch Anstrengungen erarbeitet zu haben. Daher führt hier der Gewinn leicht zu verschwenderischer Verausgabung, zu Mißachtung der soliden Arbeit, zu leichtfertiger und frivoler Auffassung des Lebens überhaupt, kurz, er wirkt demoralisierend.«[51]

3. *Börsenreform als Sozialpaternalismus*

Die Unterscheidung von Börsenspieler und, wenn man so will, ›Börsenarbeiter‹, wurde dabei in aller Regel entlang gesellschaftlicher Schichten vorgenommen. Im 1898 publizierten dritten Band seines »Systems der Nationalökonomie« kennzeichnete Cohn eine kleine Schicht kapitalstarker, erfahrener und ökonomisch intelligenter Anleger als einzig zur Teilnahme an Börsengeschäften geeignete Akteursgruppe jenseits der beruflichen Börsenteilnehmer. Für die Mittelschicht »mit kleinerem Kapitalbesitz und meist auch kleinerer Urtheilskraft für die Werthpapiere« käme allein die Anlage in heimische Staatsanleihen infrage, während sich die breite Masse der »untersten Schicht« durch »eine so gänzliche Unkenntnis, ein so völliges Preisgegebensein an die Ausbeutung durch geschäftskundige Ueberlegenheit« auszeichne, dass auch angesichts der Gefährdung der Lebenshaltung durch jeden Verlust nur die Sparkasse das Ziel einer Geldanlage sein könne.[52] Strucks Kritik an den »demoralisierenden« Spielgewinnen bezog sich explizit auf die Börsenteilnahme »von kleinen, weniger bemittelten Spekulanten […]. Für diese ist die Beteiligung an der Spekulation das reine Glücksspiel, nichts anderes als die Beteiligung an der Lotterie, nur unendlich gefährlicher. So manche Familie wird ins Unglück gestürzt.«[53]

Die Sorge der Nationalökonomen um eine ausreichende Qualität der an den Börsen gefundenen Preise und Kurse verband sich also mit einem ausgesprochenen Paternalismus gegenüber den mittleren und unteren Gesellschaftsschichten, denen man im Unterschied zu besser bemittelten Kreisen mangelnde Eigenverantwortung unterstellte. Die Lämmer des Publikums, so meinte etwa Max Weber, ließen sich leicht durch Bullen und Bären instrumentalisieren: »Die wirklich dem Terminhandel als solchem ganz allgemein zu machenden Vorwürfe führen fast alle auf die erleichterte Heranziehung urteilsunfähiger und vermögensloser Spekulanten zurück.«[54] Mitverantwortlich für spekulative Ausschreitungen sei in der Regel »die Mitwirkung einer urtheilslosen, von den Großspekulanten leicht zum ›Mitlaufen‹ zu bewegenden und dann die herrschende Tendenz oft sinnlos steigernden Menge von kapitallosen Outsiders und Jobbern«.[55] Könnte man die amateurhafte Spekulation ausschalten, träfe man damit also zugleich auch jene großen Akteure, welche die Märkte zu manipulieren suchten, es ohne willfährige Opfer aber nicht könnten. Übrig bliebe demnach einzig eine verständige, sachlich preisfindende Spekulation.

Die Verführung von Personen mit geringen Mitteln und geringen Kompetenzen beschränke sich allerdings nicht auf das Geschehen in der Börse, sondern beginne bereits mit der Börsenteilnahme selbst. Struck beklagt in seiner Dissertation,

50 Fuchs (1891) 33.
51 Struck (1891).
52 Cohn (1898) 324–325.
53 Struck (1891).
54 Weber (1896) 78.
55 Weber (1894–1896) 123 im Schlussteil.

»Offiziere, Geistliche, Handwerker und Personen noch niederen Grades als letztere, die als vollständig untauglich angesehen werden müssen zur Abschätzung der Rentabilität und Solidität einer Kapitalanlage, sind in den seltensten Fällen aus eigener Initiative in die Spekulation eingetreten, sondern dahin durch kurtagegierige Makler und gewissenlose Spekulanten unter Vorspiegelung glänzender Vortheile verleitet worden.« [56]

Die Beteiligung ›Unberufener‹ am Börsenhandel stellte sich also als ein doppeltes Problem: Zum einen seien, angesichts einer zu weit gehenden Börsenfreiheit, auf dem Börsenparkett Marktteilnehmer zu finden, die zwar die Technik des Terminhandels insoweit begriffen, dass sie am Marktgeschehen partizipieren könnten, die aber inkompetent bzw. ungeeignet seien, dies tatsächlich zu tun – wie es etwa Fuchs im Hinblick auf die Jobber beklagt. Zum anderen würden ahnungslose Outsider in das Börsengeschehen hineingezogen, denen es an eigener Kompetenz fehlt. Diskussionsbedürftig erschienen somit sowohl die Frage des direkten Börsenzugangs als auch die allgemeine Eignung zu Börsengeschäften, also die Börsengeschäftsfähigkeit, die es potentiell ebenso zu regeln galt wie den direkten Börsenzugang.

4. *Empirische Evidenz?*

Den an den fachlichen Diskursen beteiligten Personen erschien es unstrittig, dass gerade letzteres Problem in einem besorgniserregenden Maße bestand, wie sich gut am Abschlussbericht der Börsenenquetekommission ablesen lässt. So »erachtete es die Kommission […] für erforderlich, der Betheiligung des Privatpublikums an dem Termingeschäft Schranken zu ziehen«,[57] man habe »keinen Zweifel daran haben können, daß bis tief in die mittleren und niederen Schichten der Bevölkerung eine erhebliche und für dieselben verderbliche Betheiligung am Börsengeschäft lediglich um des Kursgewinnes willen stattgefunden hat«.[58] Was unter »erheblich« genau zu verstehen ist, bleibt allerdings unklar.

Und tatsächlich ist die empirische Evidenz für derlei Befunde dünn. Aus den statistischen Zusammenstellungen (»Statistischer Anhang«) der Kommission zum Börsenbesuch lässt er sich, wenig überraschend, in keiner Weise ableiten.[59] Soweit die »mittleren und niederen Schichten« am Börsengeschehen teilhatten, konnte dies kaum auf dem Börsenparkett, sondern nur durch Makler geschehen. Über deren Geschäfte sind allerdings keine statistischen Befunde vorhanden. In der Einleitung zum »Statistischen Anhang« ermittelt Gustav Schmoller eine geschätzte Zahl von anderthalb bis zwei Millionen Wertpapierbesitzer im Deutschen Reich, bei einer Bevölkerung von knapp 50 Millionen Menschen also 3–4%. Hierbei handelt es sich aber um Wertpapier*investoren*, die also Aktien und Staatsanleihen in ihrem Besitz hatten und in der Regel lange hielten. Das Phänomen der kurzfristigen Differenzspekulation *ohne* tatsächlichen Besitz an Wertpapier oder Ware ist aber, und dies war den Zeitgenossen klar, etwas vollkommen anderes.

Folglich ist die Evidenz für die Differenzspekulation des unberufenen Publikums letztlich rein anekdotisch. Sie dürfte im Wesentlichen auf den zahlreichen Gerichtsverfahren beruhen, in denen Outsider sich unter Verweis auf den Spieleinwand ihren Zahlungsverpflichtungen aus Differenzgeschäften zu entziehen versuchten. Die ausführliche Presseberichterstattung verankerte diese Verfahren in der zeitgenössischen Wahrnehmung des Börsenwesens als allgegenwärtig. Aber genau betrachtet lässt sich selbst aus einigen Dutzend Präzedenzfällen (die sehr wohl den Anlass für eine Gesetzgebung zum Schutz von Konsumenten bzw. Anlegern bilden können) *nicht* ableiten, dass signifikante Teile der Gesellschaft in solche Geschäfte verwickelt waren.

Was die Frage der Präsenz inkompetenter Jobber auf dem Parkett und damit die nach der Börsenfreiheit betrifft, wird man ebenfalls keine objektiven empirischen Befunde finden. Die Kompetenz eines Börsenteilnehmers mag durch Befragungen und Tests nach bestimmten vordefinierten Kriterien überprüfbar sein, aber weder gab es tatsächliche Eignungstests von Seiten der Börse oder der Obrigkeit noch wissenschaftliche Studien im Sinne empirischer Sozialforschung. Cohns oben zitierte Verachtung für die »höchst widerliche[n]

56 Struck (1881) 163–164.
57 Ebd., 102.
58 Ebd., 130.
59 Börsen-Enquete-Kommission (1893b) 385–394.

Gesichter« an und in der Berliner Börse ebenso wie Fuchs' Kritik an den Jobbern sind subjektive Urteile, die ihre Plausibilität allein aus der persönlichen Anschauung des verständigen Experten gewinnen, aber nicht konkreter fundiert sind. Dies war insofern für die Debatte und den Gesetzgebungsprozess unerheblich, als in diesen Punkten (Outsiderbeteiligung / Termingeschäftsfähigkeit und Jobberbeteiligung / Börsenzugang) relative Einigkeit unter allen Diskussionspartnern bestand und es einer wissenschaftlich tragfähigen Erhärtung der Befunde gar nicht bedurfte. Gleichwohl soll an dieser Stelle darauf hingewiesen werden, dass der Gesetzgebungsprozess aus heutiger Sicht auf einer Problemlage basierte, deren Dimension eher empfunden als nachgewiesen war.

IV. Die Börsenteilnahme des Publikums im juristischen Diskurs und sein legistischer Niederschlag

Die juristische Diskussion um die Börsenspekulation und die Bedingungen der Teilnahme des allgemeinen Publikums an der Börse lässt sich auf *zwei* Themenkreise zuspitzen: Zum einen wurde über die rechtliche Verfassung der Börse und die Voraussetzungen der Börsenteilnahme gerungen; und zum anderen wurde über die Rechtsnatur und Berechtigung des Terminhandels, wie bereits in Abschnitt I. angeführt wurde, heftig gestritten. Beide Themenkreise fanden ab 1896 ihren positivgesetzlichen Rahmen im Börsengesetz.

Die Frage nach der richtigen Form der Börsenträgerschaft, oder, wie man heute sagen würde, der Corporate Governance der Börse, wurde Ende des 19. Jahrhunderts zwar nicht in der breiten Öffentlichkeit diskutiert, war aber Gegenstand einer intensiven Beratung in der Börsen-Enquete-Kommission. In der Kommission war das Stimmungsbild hinsichtlich der sog. Inkorporationsfrage geteilt, ob man die Börse als »geschlossene […] Börsenprivatvereine oder die Konstitution der Börse als öffentlich kontrollierte Korporation befürworte[n]«[60] solle. Nach Max Weber müsse man die Inkorporationsfrage im Kontext der Frage sehen, wie die »Fernhaltung ›Unberufener‹ vom Börsenverkehr«[61] erreicht werde. Man müsse den »Fundamentalsatz« festhalten, »*daß ›unberufen‹ in dem hier in Betracht kommenden Sinn vor allem der kapitalschwache, kleine Spekulant ist*«.[62] Weber stützt sich dabei auf die Ausführungen des Sachverständigen Wilhelm Christian, der sich gegen eine »Demokratisierung der Börse« ausgesprochen hatte. So führte er in den Beratungen aus:

> »Ich muß von vornherein gegen die heutige demokratische Zusammensetzung der Börse und gegen den offen ausgesprochenen Grundsatz erklären, daß man die Börse nicht zum Monopol für reiche Leute machen soll. Die Zahl der reichen Leute ist an der Börse heute schon so groß, daß von einem Monopol gar keine Rede sein kann. Ich finde aber, daß die Börse eine Einrichtung ist, die allerdings nur für vermögende Leute da sein soll, und an der die unbemittelten, die vermögenslosen oder schwach bemittelten Leute einfach nichts zu thun haben sollen. Deshalb, meine ich, sollte man diese auch von vornherein nicht zulassen, und, wenn sie sich als zu schwach erweisen, bei der geringsten Gelegenheit wieder entfernen.«[63]

Die Auffassung von einer »plutokratischen« Verfassung der Börse (Weber) konnte sich jedoch innerhalb der Kommission nicht durchsetzen. Vielmehr zementierte der Abschlussbericht der Kommission den *status quo* des damaligen Börsenwesens, indem der Grundsatz der sog. *Börsenfreiheit* umgesetzt wurde, demzufolge grundsätzlich jedem Mann die Möglichkeit der Teilnahme am Börsenhandel eröffnet werden sollte.[64]

> »Sehr eingehende Erörterungen fanden innerhalb der Kommission über die zweckmäßigste Verfassung der Börse sowie darüber statt, welche Personen die Zulassung zu derselben freistehen solle. Gegen den Gedanken einer korporativen Verfassung der Börse wurde geltend gemacht, daß wenn man die Börse nicht als eine Vereinigung von Kaufleuten zur Förderung ihrer privatwirtschaftlichen Interessen, sondern als eine im Dienste der Allgemeinheit stehende

60 Weber (1894–1896) 83, 127.
61 Ebd.
62 Ebd. (Hervorhebungen wie im Original).
63 Börsen-Enquete-Kommission (1893a) 1826.
64 Zum Prinzip der Börsenfreiheit ausführlich Göppert (1932) 21 ff.

> berechtigte und nothwendige Einrichtung des gesammten Wirthschaftslebens ansähe, es nicht gerechtfertigt sei, die Mitgliedschaft zur Börse zu einem Privilegium Wohlhabender zu machen, wie solches in New-York und an einzelnen englischen Börsen der Fall sei.«[65]

Das Börsengesetz von 1896 entspricht der Festlegung der Kommission, da die Börse gerade nicht als »privater Klub« anerkannt, sondern unter staatliche Aufsicht gestellt und fortan über ihre Rechtsnatur gestritten wurde.[66] Auf diese historische Weichenstellung ist auch zurückzuführen, dass die deutschen Börsen heute über eine sog. dualistische Verfassung verfügen, in der zwischen der privatrechtlichen Trägerschaft einerseits und der Börse als teilrechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts andererseits zu unterscheiden ist.[67] Ferner wurde der (allgemeine) Börsenzugang – positiv gewendet – auf Männer beschränkt, die nicht die bürgerlichen Ehrenrechte verloren hatten oder wegen einschlägiger Wirtschaftsstraftaten verurteilt waren (§ 7 BörsG 1896).[68] Dieser allgemeine Grundsatz der Börsenfreiheit wurde erst durch die Novelle zum Börsengesetz 1975 aufgegeben, das die Teilnahme an die Sachkunde und Kapitalanforderungen knüpfte.[69] Den modernen Anforderungen des Börsenhandels – insbesondere denen des elektronischen Handels – entsprechend, findet sich die einschlägige Norm heute in § 19 BörsG.[70] Von dem allgemeinen Zugang zur Börse, wie es noch dem Grundsatz im Börsengesetz von 1896 entsprach, ist dort aber nichts mehr zu vernehmen.

Gesondert von den allgemeinen Regeln über den Zugang zur Börse stehen die Normen, die die Wirksamkeit der Durchführung von Börsentermingeschäften regelten und heute noch regeln. Mit dem Börsengesetz einerseits und der Regelung des § 764 BGB a. F. anderseits war ein überaus kompliziertes System geschaffen worden, auf dessen Grundlage – untechnisch gesprochen – »Spekulationsgeschäfte« einem besonderen börsenrechtlichen bzw. bürgerlich-rechtlichen Rechtsregime unterworfen wurden.[71] So wurde die Wirksamkeit von Börsentermingeschäften zunächst an die Eintragung in ein Börsenregister geknüpft (§ 66 Abs. 1 BörsG 1896).[72] Gegen eine einmalige Gebühr von 150 Mark und folgende Jahresgebühren von 25 Mark konnten sich am Termingeschäft interessierte Personen und Handelsgesellschaften in das öffentliche Register eintragen lassen (§ 57 Abs. 1 u. 2 BörsG 1896). Die mit der Einführung des Börsenregisters verbundene Hoffnung war, dass die Höhe der Gebühren und die Öffentlichkeit der Eintragung all jene Personen, die man für ungeeignet zur Teilnahme an Warentermingeschäften hielt, erstens von einer Eintragung abhielten und sodann zweitens – angesichts der dann fehlenden Klagbarkeit der Verträge – grundsätzlich vom Termingeschäft fernhielten.

Praktisch erwies sich das Börsenregister allerdings als überaus ineffektiv: Die Öffentlichkeit des Registers hielt gerade seriöse Marktteilnehmer von einer Eintragung ab, da sie eine Stigmatisierung fürchteten.[73] Verträge wurden, wie es bereits zuvor gängige Praxis gewesen war, per Ehrenwort abgeschlossen, auch wenn damit materiell-rechtlich nach § 66 BörsG 1896 kein »Schuldverhältnis« begründet wurde.[74] So verabschiedete etwa der »Verein für die Interessen der Berliner Fondsbörse«

65 Börsen-Enquete-Kommission (1893a) 13.

66 Zum Streit um die Rechtsnatur der Börse vgl. Schwark (1994) § 1 Rn. 14 ff.; ferner Köndgen (1998) 224 ff.; Köndgen (2000) 1413–1414; Mues (1999) 67 ff.; Baums / Segna (2016).

67 Zu der im Jahr 2007 eingeführten Legaldefinition des § 2 Abs. 1 vgl. Kumpan (2018) § 2 Rn. 1 ff.

68 Vgl. § 7 BörsG 1896: »Vom Börsenbesuche sind ausgeschlossen: 1. Personen weiblichen Geschlechts; 2. Personen, welche sich nicht im Besitze der bürgerlichen Ehrenrechte befinden; 3. Personen, welche in Folge gerichtlicher Anordnung in der Verfügung über ihr Vermögen beschränkt sind; 4. Personen, welche wegen betrüglichen Bankerotts rechtskräftig verurtheilt sind; 5. Personen, welche wegen einfachen Bankerotts rechtskräftig verurtheilt sind; 6. Personen, welche sich im Zustande der Zahlungsunfähigkeit befinden; 7. Personen, gegen welche durch rechtskräftige oder für sofort wirksam erklärte ehrengerichtliche Entscheidung auf Ausschließung von dem Besuche einer Börse erkannt ist.« Zur Frage der Rechtsnatur der Zulassung und ihrer gerichtlichen Durchsetzung vgl. Göppert (1931).

69 § 7 BörsG 1975 (BGBl. I 1975 S. 1013); zu den Details, vgl. Schwark (1994) § 7 Rn. 1 ff.

70 Auf die Einzelheiten kann hier nicht eingegangen werden, vgl. im Überblick Kumpan (2018) § 19 Rn. 1.

71 Flume (2019) 236–237.

72 Vgl. Weber (1897) 238 ff.

73 Borchardt (1999) 88–89.

74 Zur Boykottierung des Börsenregisters Schulz (1994) 501–502.

1896 eine Resolution, dem Börsenregister fernzubleiben und die Termingeschäfte gleichwohl als rechtswirksam anzuerkennen.[75]

In der seit 1904 vorbereiteten, 1908 in Kraft getretenen Revision des Börsengesetzes wurde das Register wieder abgeschafft. Fortan galten Vollkaufleute, berufsmäßige Börsenhändler wie auch Ausländer als generell termingeschäftsfähig (vgl. § 54 BörsG 1908).[76] Was den Inhalt der Börsentermingeschäfte anbelangt, muss zudem zwischen erlaubten, verbotenen und erlaubten inoffiziellen Börsengeschäften differenziert werden.[77] Parallel zum Börsengesetz wurde im BGB, in letzter Sekunde durch die Reichstagskommission, die Regelung über das Differenzgeschäft in § 764 BGB a. F. aufgenommen.[78] Damit schuf man im Rückgriff auf die Rechtsprechung des Reichsgerichts in den 1890er Jahren eine besondere Form der richterlichen Inhaltskontrolle, auf deren Grundlage die Gerichte mit Hilfe einer willkürfrei kaum handhabbaren Motivkontrolle (Erfahrung, Beruf, Vermögenssituation etc.) »Spekulationsgeschäfte« zu nicht klagbaren Spiel- oder Wettschulden deklarieren konnten.

V. Ausblick

Im Widerstreit zwischen dem Prinzip der Börsenfreiheit und dem Grundsatz der Beschränkung des Teilnehmerkreises auf professionelle Akteure hat sich auf nationaler wie auch internationaler Ebene das Modell der Beschränkung des Börsenzugangs durchgesetzt.[79] Dies ist insoweit nicht weiter verwunderlich, da der Terminhandel seit der Mitte des 19. Jahrhunderts in einem immer komplexer geregelten Rechtsrahmen und Verfahrensablauf vollzogen wird.[80] Selbst die privaten, zunächst gänzlich selbstregulierten Klub-Börsen in den USA wurden ab den 1920er Jahren staatlicher Aufsicht unterstellt; In Großbritannien geschah dies freilich erst mit dem Financial Services Act 1986. Während das Börsengesetz 1896 noch in der Hoffnung gestaltet war, mit sehr grundlegenden Bestimmungen vermeintlich geeignete und ungeeignete Marktteilnehmer voneinander zu trennen und allein dadurch Missständen vorzubeugen, hat sich im 20. Jahrhundert mehr und mehr die Überzeugung durchgesetzt, dass es hierzu kontinuierlicher Aufsicht und beständig weiter entwickelter Detailregulierungen bedürfe.

Max Webers Argument für gruppenspezifische Limitierungen des Börsenzugangs, dass kapitallose Outsider und Jobber von Großspekulanten zu leicht zum ›Mitlaufen‹ zu bewegen seien und dadurch spekulative Auswüchse überhaupt erst möglich würden, verlor angesichts einer kontinuierlichen, solche Auswüchse ›im Betrieb‹ eindämmenden Aufsicht über das Börsengeschehen an Gewicht. Tatsächlich aber erwies sich im deutschen ökonomischen Diskurs die Vorstellung, dass die Teilnahme am Tagesgeschehen der Finanzmärkte professionellen Akteuren vorbehalten bleiben sollte, als überaus wirkmächtig. Wilhelm Röpke monierte 1926, in seinem ansonsten leidenschaftslosen Artikel zur »Spekulation« in der 4. Auflage des Handwörterbuchs der Staatswissenschaften, »daß die von der Börsenspekulation kaum zu trennenden Ausschreitungen der Leidenschaft, die die ganze Skala von der bloßen Unbesonnenheit bis zum verbrecherischen Börsenpiratentum durchlaufen können, der Volkswirtschaft um so größeren Schaden zufügen, je weitere Kreise in den Strudel der Spielleidenschaft hineingezogen, dadurch produktiver Tätigkeit entzogen werden und durch ihre Verluste und schnell verjubelten Gewinne Störungen in die Produktionssphäre hineintragen«.[81] Rudolf Stucken führte 1956 im Handwörterbuch der Sozialwissenschaften aus, dass sich anders als in der klassischen Theorie von der Abschwächung der Preisschwankungen in neueren Erfahrungen zeige, dass »kapitalkräftige Eingeweihte […] durch eigene spekulative Käufe eine Preisbewegung in Gang« setzen, um eine »Mitläuferspekulation« anzuregen und an Kursanstieg (und Abfall) zu verdienen.[82]

75 Die Resolution ist abgedruckt in: Weber (1999) 858, Fn. 42: »Die Versammlung vermag die Nothwendigkeit sich in das Register einzutragen zu lassen, nicht anzuerkennen, glaubt vielmehr an die Möglichkeit, das Zeitgeschäft auch fernerhin auf Treu und Glauben aufrecht zu erhalten«.

76 Dazu Nussbaum (1910), § 53 Anm. I. ff. (= 252 ff.).

77 Dazu Henssler (1989) 611, 614–615; Bernstein (1908).

78 Dazu Wolter (1991) 98–99.

79 Dazu kurz und prägnant Beck (2010) § 19, Rn. 1 ff.

80 Dazu Flume (2019) 209–229.

81 Röpke (1926) 709.

82 Stucken (1956) 692.

Auch Helmut Hochgesand stellte sich im Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaft 1977 die Frage, ob Berufsspekulanten nur ihre Informationen und Kenntnisse gewinnmaximierend einsetzten, oder nicht doch – das eigene Risiko minimierend – die Marktentwicklung aktiv beeinflussten, um die »Amateur- und Mitläuferspekulation« auszubeuten.[83]

Diesem Problem musste allerdings nicht prinzipiell mit einem Ausschluss des Publikums von der Börse begegnet werden. Vielmehr war die Hoffnung oftmals auf das gerichtet, was heute als »Economic Literacy« bezeichnet wird: Durch entsprechende Bildung breiter Gesellschaftsschichten in Geld- und Finanzmarktfragen sollten diese zu souveränem, eigenständigem Agieren befähigt werden. So führte Röpke 1926 aus, eine »rationelle Spekulationspolitik« müsse unter anderem »ihr Augenmerk auf die möglichste Objektivität der Handelsberichterstattung und auf die Aufklärung und wirtschaftliche Erziehung des Publikums« richten.[84]

Während bis heute darüber gestritten wird, ob man die Anstrengungen zu einer breiteren (finanz-)ökonomischen Allgemeinbildung verstärken sollte, hat sich die Komplexität der Finanzökonomie nochmals deutlich erhöht. Termin- oder Futures-Kontrakte werden heutzutage nicht mehr *inter partes* auf dem Parkett, sondern, befreit von den physischen Beschränkungen des Börsensaals, elektronisch über sog. zentrale Gegenparteien (*central clearing parties*) abgeschlossen. Zudem wird dem Ausfallrisiko des einzelnen Teilnehmers durch ein System von sog. *margin accounts* begegnet. Hinzu kommt schließlich die enorme Beschleunigung (Stichwort: *high frequency trading*), wie auch die Automatisierung der Handelsvorgänge (Stichwort: *algorithmic trading*).[85] Vor allen Dingen aber haben die Börsen das Alleinstellungsmerkmal verloren, als zentraler Knotenpunkt für den Terminhandel zu fungieren. Die klassischen (Termin-)Börsen stehen nun in Konkurrenz zu sog. alternativen Handelsplattformen. Mit ihnen geht die (Geschäfts-)Idee der Disintermediation des Börsenhandels einher und die Zulassung Privater an den (außerbörslichen) Terminmärkten.[86]

Parallel zu diesen Entwicklungen wurde seit dem Ende des 20. Jahrhunderts auch der um 1900 konstruierte, über Jahrzehnte im Wesentlichen unveränderte Rechtsrahmen neu geschaffen. Die statusorientierte, an die Kaufmannseigenschaft anknüpfende Termingeschäftsfähigkeit, die seit 1908 galt, wurde 1989 durch ein sog. Informationsmodell ersetzt.[87] Hierdurch wurde ein Mindestinhalt von an den Kunden zu ermittelnden Informationen vorgegeben (§ 53 Abs. 2 BörsG 1989) und die Wirksamkeit des Geschäfts an die Übermittlung der Informationen geknüpft. 2002 wurden schließlich sowohl § 764 BGB als auch die §§ 50 ff. BörsG restlos gestrichen und die Regelungsmaterie der Termingeschäfte insgesamt in das WpHG überführt.[88] Geblieben ist eingedenk der hitzig geführten Diskussionen um die Spiel- oder Wettnatur der Börsengeschäfte die Klarstellung in § 99 WpHG, dass Finanztermingeschäfte, die dem WpHG unterfallen, nicht dem Spieleinwand ausgesetzt sind.

Neben der Organisation und dem Rechtsrahmen des Terminhandels hat sich schließlich auch die Beurteilung des »Publikums« verändert. Nach Ansicht von Johannes Köndgen ist die Qualifikation der privaten Marktteilnehmer merklich gestiegen: »Das wachsende Heer der privaten Online-Kundschaft, die sich z.T. schon an so gewagten Dingen wie intra-day-Handel versucht, ist mit dem traditionellen Durchschnittsanleger vergangener Tage nicht mehr vergleichbar.«[89] Ist aus dem unberufenen Publikum also ein berufenes Publikum geworden? Sind, um auf das eingangs angeführte Bild des Ringelreihens zurückzukommen, wie es Rogers im Jahr 1908 für die Wall Street gezeichnet hat, die Lämmer nun klug und vorsichtig genug geworden, ausreichend von den Hirtenhunden der Finanzaufsicht geschützt, um mit den gezähmten

83 Hochgesand (1977) 176.
84 Röpke (1926) 710.
85 Vgl. hierzu im Überblick Fleckner (2015) 596 ff.; lesenswert zur Bedeutung der Geschwindigkeit an den Finanzmärkten Lewis (2014).
86 Dazu Köndgen (2000) 1401.
87 Ausführlich dazu Henssler (1989) 620 ff.; Koller (1990); Assmann (1991); Zimmer (1998); Schwark (1994) Bd. II., 455, 474 ff.
88 Vgl. nun §§ 99 f. WpHG (zuvor §§ 37e f. WpHG a. F.); dazu kurz und prägnant Binder (2013) Rn. 39; davor Binder (2005) 329, 334 f.
89 Köndgen (2000) 1417.

Bullen und Bären zu tanzen? Oder steht dem entgegen, dass der Tanz komplizierter geworden ist, sich vom Börsenplatz in den globalen virtuellen Raum verlagert hat? Zudem ist auch der Einfallsreichtum der großen Akteure – nicht mehr wie zu Webers Zeiten einzelne Großspekulanten, sondern Investmentbanken mit ganzen Abteilungen von Spezialisten und enormem (personellem wie technischem) Know-how – keineswegs geringer worden.

So oder so – es erscheint unwahrscheinlich, dass die Frage der Publikumsbeteiligung bereits endgültig zu den Akten gelegt ist.

■

Bibliographie

- Assmann, Heinz-Dieter (1991), Börsentermingeschäftsfähigkeit, in: Kübler, Friedrich et al. (Hg.), Festschrift für Theodor Heinsius zum 65. Geburtstag am 25. September 1991, Berlin, 1–31
- Baums, Theodor, Ulrich Segna (2016), Börsenreform, in: Baums, Theodor (Hg.), Beiträge zum Recht der Unternehmensfinanzierung, Tübingen, 113–203
- Beck, Heiko (2010), [§ 19], in: Schwark, Eberhard, Daniel Zimmer (Hg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl., München
- Bernstein, Otto (1908), Das Börsenprivatrecht nach der Novelle von 1908, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR) 62, 137–180
- Binder, Jens-Hinrich (2005), Daytrading als Finanztermingeschäft i.S.d. § 2 Abs. 2a WpHG? Tatbestandliche Unschärfen des Terminrechts als Einfallstor für eine rechtspolitische Grundsatzkontroverse zum kapitalmarktrechtlichen »Anlegerschutz durch Information«, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR) 169, 329–369
- Binder, Jens-Hinrich (2013), Finanztermingeschäfte, in: Langenbucher, Katja et al. (Hg.), Bankrechts-Kommentar, 2. Aufl., München (37. Kapitel)
- Borchardt, Knut (1999), Einleitung, in: Weber (1999) 1–111
- Börsen-Enquete-Kommission (1892), Die hauptsächlichsten Börsen Deutschlands und des Auslandes, ihre Organisationen, Einrichtungen, Gebräuche usw., Berlin
- Börsen-Enquete-Kommission (1893a), Bericht der Börsen-Enquete-Kommission, Berlin
- Börsen-Enquete-Kommission (1893b), Statistische Anlagen, Berlin
- Braudel, Fernand (1986), Der Handel. Sozialgeschichte des 15.–18. Jahrhunderts, München
- Breit, James (1932), [Anhang II: Das Börsentermingeschäft], in: Düringer, Adelbert, Max Hachenburg (Hg.), Das Handelsgesetzbuch vom 10. Mai 1897 auf der Grundlage des Bürgerlichen Gesetzbuchs, 3. Aufl., Mannheim
- Brückner, Edmund (1894), Der Differenzhandel an der Börse (Die sogenannten Differenzgeschäfte), Berlin
- Cassis, Youssef (2007), Metropolen des Kapitals, Hamburg
- Cohn, Gustav (1866), Zeitgeschäfte und Differenzgeschäfte, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik 7, 377–428
- Cohn, Gustav (1868), Die Börse und die Spekulation, Berlin
- Cohn, Gustav (1882), Ueber Differenzgeschäfte, in: ders., Volkswirtschaftliche Aufsätze, Stuttgart, 669–704
- Cohn, Gustav (1895a), Über das Börsenspiel, in: Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft im Deutschen Reich 19, 21–68
- Cohn, Gustav (1895b), Beiträge zur deutschen Börsenreform, Leipzig
- Cohn, Gustav (1898), System der Nationalökonomie. Ein Lesebuch für Studirende, Bd. 3, Stuttgart
- Cohnstädt, Ludwig (1894), Die Vorschläge der Börsen-Enquete-Kommission, Berlin
- Ehrenberg, Richard (1899), »Börsenwesen«, in: Conrad, Johannes et al. (Hg.), Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Bd. 2, 2. Aufl., Jena, 1039
- Eliat, E. A. (1933), Stichwort »Pariser Börse«, in: Palyi, Melchior et al. (Hg.), Handwörterbuch des Bankwesens, Berlin, 428–434
- Emery, Henry Crosby (1896), Speculation on the Stock and Produce Exchanges of the United States, New York
- Engel, Alexander (2015), Buying time: futures trading and telegraphy in nineteenth-century global commodity markets, in: Journal of Global History 10, 284–306
- Engel, Alexander, Boris Gehlen (2016), The Stockbroker's Praises are Never Sung. Regulation and Social Practices in U. S. and German Stock and Commodity Exchanges, 1870s to 1930s, in: Archiv für Sozialgeschichte 56, 109–137
- Fleckner, Andreas M. (2015), Regulating Trading Practices, in: Moloney, Niamh et al. (Hg.), Oxford Handbook of Financial Regulation, Oxford, 596–630
- Flume, Johannes W. (2019), Marktaustausch, Grundlegung einer juristisch-ökonomischen Theorie des Austauschverkehrs, Tübingen
- Fuchs, Carl Johannes (1891), Der Waren-Terminhandel, seine Technik und volkswirtschaftliche Bedeutung, Leipzig
- Göppert, Heinrich (1923), Das Wesen der Börse im Rechtssinne, Bonner Festgabe für Ernst Zitelmann zum fünfzigjährigen Doktorjubiläum, München, 193–215
- Göppert, Heinrich (1930), Börse und Publikum, Berlin

- Göppert, Heinrich (1931), Die rechtliche Natur der Zulassung zum Börsenbesuche. Ein Beitrag zum Börsenverwaltungsrecht, Berlin
- Göppert, Heinrich (1931/32), Deutsches und ausländisches Börsenwesen, in: Bankwissenschaft 8, 289–304
- Göppert, Heinrich (1932), Das Recht der Börsen. Ein Beitrag zum Verwaltungsrecht, Berlin
- Grünhut, Carl Samuel (1885), »Die Börsengeschäfte«, in: Endemann, Wilhelm (Hg.), Handbuch des Deutschen Handels-, See- und Wechselrechts, Bd. 3, Leipzig, 1–35
- Haase, Marco, Yvonne Seiler Zimmermann et al. (2016), The impact of speculation on commodity futures markets – A review of the findings of 100 empirical studies, in: Journal of Commodity Markets 3, 1–15
- Henssler, Martin (1989), Anlegerschutz durch Information, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR) 153, 611–642
- Hochgesand, Helmut (1977), »Spekulation«, in: Albers, Willi, Karl Erich Born et al. (Hg.), Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaft, Bd. 7, Stuttgart, 170–177
- Jenkins, Alan (1973), The Stock Exchange Story, London
- Koller, Ingo (1990), Informationsobliegenheiten bei Börsentermingeschäften, in: Betriebsberater, 2202–2209
- Köndgen, Johannes (1998), Ownership and Corporate Goverance of Stock Exchanges, in: Journal of Institutional and Theoretical Economics 154, 224–260
- Köndgen, Johannes (2000), Mutmaßungen über die Zukunft der europäischen Börsen, in: Schneider, Uwe H., Peter Hommelhoff et al. (Hg.), Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag, Köln, 1401–1420
- Kumpan, Christoph (2018), [§§ 2, 19], in: Baumbach, Adolf, Klaus J. Hopt (Begr., Bearb.), Handelsgesetzbuch, 38. Aufl., München
- Lewis, Michael (2014), Flash Boys. A Wall Street Revolt, London
- Meier, Johann Christian (1992), Die Entstehung des Börsengesetzes vom 22. Juni 1896, St. Katharinen
- Michaelis, Otto (1864/65), Die wirthschaftliche Rolle des Spekulationshandels, Vierteljahrschrift für Volkswirthschaft und Kulturgeschichte 2, 130–172, 196–210; 3, 77–110
- Michie, Ranald C. (1999), The London Stock Exchange: A History, Oxford
- Mues, Jochen (1999), Die Börse als Unternehmen. Modell einer privatrechtlichen Börsenorganisation, Baden-Baden
- N.N. (1893), Das Differenzgeschäft. Erklärung seiner Natur und seines Zusammenhangs mit dem Terminhandel, Hamburg
- Nussbaum, Arthur (1910), Kommentar zum Börsengesetz für das Deutsche Reich, München
- Pfleger, Franz Joseph, Ludwig Gschwindt (1896/97), Börsenreform in Deutschland, Stuttgart
- Pohl, Hans (Hg.) (1992), Deutsche Börsengeschichte, Frankfurt a. M.
- Rischbieter, Julia Laura (2011), Mikro-Ökonomie der Globalisierung, Köln
- Röpke, Wilhelm (1926), »Spekulation«, in: Elster, Ludwig, Adolf Weber et al. (Hg.), Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 7. Bd., 4. Aufl., Jena, 706–710
- Sachverständigen-Kommission der Fonds-Börse von Berlin (Hg.) (1892), Börsen-Handbuch, Berlin
- Schulz, Wolfgang (1994), Das deutsche Börsengesetz, Frankfurt a. M.
- Schwark, Eberhard (1994), Börsengesetz, Kommentar zum Börsengesetz, 2. Aufl., München
- Smith, B. Mark (2004), A History of the Global Stock Market, Chicago
- Struck, Emil (1881), Die Effektenbörse, Leipzig
- Struck, Emil (1891), »Börse – Börsengeschäfte – Börsenspiel«, in: Conrad, Johannes et al. (Hg.), Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Bd. 2, Jena, 671–704
- Stucken, Rudolf (1956), »Spekulation«, in: Beckerath, Erwin von et al. (Hg.), Handwörterbuch der Sozialwissenschaften, Bd. 9, Stuttgart, 690–694
- Weber, Max (1894–1896), Die Ergebnisse der deutschen Börsenenquete, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR) 43, 43–45, 83–219, 457–514; 44, 29–74; 45, 69–156
- Weber, Max (1895), Art. »Börsenwesen (Die Vorschläge der Börsenenquetekommission)«, in: Conrad, Johannes et al. (Hg.), Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Erster Supplementband, Jena, 241–252
- Weber, Max (1896), Die Börse II: Der Börsenverkehr, Göttingen
- Weber, Max (1897), »Börsengesetz«, in: Conrad, Johannes et al. (Hg.), Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Zweiter Supplementband, Jena, 222–246
- Weber, Max (1999), Max Weber Gesamtausgabe, Abteilung I.: Schriften und Reden, Bd. 5, 2. Halbbd.: Börsenwesen, Schriften und Reden 1893–1898, Tübingen
- Wolff, Oliver (2004), Heinrich Göppert, in: Schmoeckel, Mathias (Hg.), Die Juristen der Universität Bonn im »Dritten Reich«, Köln, 233–250
- Wolter, Udo (1991), Termingeschäftsfähigkeit kraft Information. Eine rechtshistorische, rechtsdogmatische und rechtspolitische Studie über die stillschweigende Entfunktionalisierung des § 764 BGB durch die Börsengesetz-Novelle 1989, Paderborn
- Zimmer, Daniel (1998), Das Informationsmodell und seine Folgen, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR) 162, 685–700